

Уточнение методов оценки бизнеса при определении стоимости инновационных компаний

Adjustment of the methods of business valuation for innovative companies' assessment



Ю. Г. Хасанова,

магистр, экономический факультет, Санкт-Петербургский государственный университет

✉ julia.khasanova24@gmail.com

I. G. Khasanova,

master degree, faculty of economics, Saint Petersburg state university

Стоимость компании на сегодняшний день является одной из важнейших экономических категорий, так как ее оценка и мониторинг ее изменения необходимы не только при купле/продаже целевого бизнеса, но и для осуществления грамотного стратегического менеджмента и обоснования ключевых инвестиционных решений. На современном этапе компании инновационного сектора часто развиваются динамичнее, имеют более высокую капитализацию по сравнению с предприятиями традиционного сектора экономики. При этом данной группе компаний характерен высокий уровень риска.

Очевидно, что в силу специфики инновационного бизнеса, применение классического оценочного инструментария с большой долей вероятности исказит итоговый результат. Поэтому методы, предусмотренные федеральными стандартами оценки, требуют определенных уточнений и дополнений. Данное исследование ориентировано на идентификацию специфических черт инновационного бизнеса и предложение направлений совершенствования оценочных подходов для случая, когда объектом оценки выступает инновационно ориентированная компания.

Company's value is one of the major economic characteristic, for its assessment and monitoring are demanded not only within purchase and sale transactions, but also within strategic management of enterprise. Today innovative companies develop more intensive and show higher capitalization in comparison with enterprises in traditional sector of economy. At the same time the higher level of risk for such companies should be mentioned.

Within the framework of this study, specific characteristics of innovative businesses that influence valuation approaches have been identified. The analysis has shown that classical business valuation methods can lead to distorted results when applied to innovation-oriented companies due to their unique characteristics. In this regard, research is focused in presenting the directions for improving valuation approaches in cases where the object of evaluation is an innovation-oriented company.

Ключевые слова: оценка инновационного бизнеса, методы оценки стоимости бизнеса, управление стоимостью компании, инновационный менеджмент.

Keywords: valuation of innovative business, methods of business valuation, management of a company value, innovation management.

Определение ключевых объектов исследования

В течение последних десятилетий термин «инновация» стал синонимом развития экономики, технического прогресса и движущей силы успеха в бизнесе. Сегодня инновации — это не только «создание чего-то нового», это также средство для решения широкого круга проблем. Инновации тесно связаны с повышением производительности предприятий и в рыночной экономике представляют собой все более эффективное орудие конкуренции. Компании с целью более быстрой адаптации к рынку вынуждены использовать инновации и обновлять свои технологии производства товаров и услуг, методы ведения бизнеса, реализовывать новые или значительно улучшенные маркетинговые методы, чтобы становиться привлекательными для внешних инвесторов. Кроме того, инновации способствуют развитию стран и за счет внедрения новых товаров, услуг и технологий открывают возможности для расширения международной торговли.

В настоящее время базовым считается определение, разработанное Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Так, в Руководстве Осло инновация определяется как «внедрение нового или значительно улучшенного продукта (товара или услуги) или процесса, нового маркетингового метода или нового организационного метода в деловой практике, организации рабочего места или внешних свя-

зей» [1]. Сходный подход к определению инновации отражен в Руководстве Фраскати [2] и в ФЗ № 127 от 23.08.1996 г. (в ред. от 24.07.2023 г.) «О науке и государственной научно-технической политике» [3].

Интересен подход П. Бонера [4, с. 34] к определению инноваций и НИОКР — это способ конвертирования денежных средств в благоприятную возможность. Он подчеркивает, что именно НИОКР создают возможности для роста прибыльности и роста компаний.

Резюмируя приведенные выше определения, можно выделить следующие аспекты инноваций:

- инновации как новый продукт;
- инновации как процесс создания чего-то нового;
- инновации как инструмент создания чего-то нового;
- инновации как условие (среда) для совершения чего-то нового;
- инновация как идея;

Ввиду того, что объектом исследования является стоимость инновационно ориентированной компании, необходимо пояснить специфику данного типа компаний.

Согласно «Руководству Осло» [5] (разработанному Организацией экономического сотрудничества и развития — ОЭСР), инновационное предприятие — это предприятие, внедрившее в течение периода наблюдения некую инновацию. В. И. Винокуров [6, с. 16], определяя это понятие, подчеркивает, что

инновационная компания — это компания с успешной инновационной деятельностью в течение отчетного периода.

Е. А. Спиридонова [7, с. 17] выделяет следующие категории инновационно ориентированных компаний:

- работающие в высокотехнологичных отраслях экономики и, соответственно, использующие в процессе производства сложные технологии (при этом, они могут не заниматься проведением НИОКР, а приобретать их результаты у других компаний);
- действующие в наукоемких отраслях экономики (проводят собственные НИОКР, но могут не заниматься их внедрением в собственное производство);
- инновационно активные предприятия (что подтверждается высоким значением таких показателей, как доля инновационной продукции в общем объеме выпуска, доля затрат на НИОКР в общей структуре затрат, положительный вклад в финансовые результаты предприятия от внедрения продуктовых и процессных инноваций).

С. В. Валдайцев [8, с. 11] дает два определения инновационно ориентированного предприятия — расширенное и в строгом смысле слова. Под инновационно ориентированной компанией в широком смысле понимают компании, которые относятся к высокотехнологичным отраслям экономики, принадлежат к наукоемким отраслям промышленности, проводят активную инновационную стратегию.

К инновационным компаниям в строгом понимании относятся те, которые учреждаются и существуют как бизнесы (на основе соответствующих имущественных комплексов) по осуществлению проектов определенных продуктовых или процессных инноваций, являющихся новыми для некоторого территориально или иным образом ограниченного рынка сбыта.

В настоящем исследовании под инновационно ориентированной компанией будем понимать компанию, которая использует в своей деятельности инновационные технологии, созданные в результате проведения НИОКР.

Еще одной базовой категорией исследования является стоимость компании.

Ряд исследователей склонны отождествлять стоимость компании и ее рыночную капитализацию. Так, Ш. Прат [9, с.12] называет стоимость «неуловимым» термином, т. е. стоимость может изменяться в зависимости от целей и условий проводимой оценки. По мнению Дамодарана [10, с. 131], определение стоимости объекта оценки необходимо при решении широкого круга задач, таких, как: оценка при управлении портфелями активов, для нужд фундаментального анализа, покупка франшизы, для нужд корпоративных финансов, для торговцев информацией и пр. З. Боди и Р. Мертон [11, с. 143] замечают, что стоимость фирмы не совпадает с приведенной стоимостью ее будущей прибыли и может быть выше или ниже действительной рыночной цены. Это связано с тем, что объем новых чистых инвестиций может быть как отрицательной, так и положительной величиной. Авторы указывают, что стоимость фирмы — это разница приведенных стоимостей будущей и реинвестированной прибыли.

В исследовании под стоимостью бизнеса здесь будем понимать определение, данное федеральным стандартом оценки «Оценка бизнеса» [12] (ФСО № 8) который определяет стоимость бизнеса как «наиболее вероятную расчетную величину, которая является денежным выражением экономических выгод от предпринимательской деятельности организации» [12].

В зависимости от целей оценки применяются различные стандарты стоимости. В табл. 1 представлена корреляция стандарта стоимости с подходами к оценке бизнеса.

Инновационно ориентированная компания как особый объект оценки

Следует отметить, что инновационно ориентированные компании обладают некоторыми специфическими характеристиками, которые оказывают влияние на применяемый инструментарий оценки. Таким образом, при определении стоимости инновационно ориентированной компании необходимо учитывать следующие аспекты:

- Повышенный уровень риска. Риск — вероятность наступления негативного события или событий,

Таблица 1

Применение оценочных подходов в зависимости от цели оценки

Стандарт стоимости	Цели оценки	Возможные оценочные подходы
Рыночная	Частичная (полная) покупка (продажа) компании; купля/продажа акций, облигаций предприятия на фондовом рынке; реструктуризация предприятия; повышение эффективности управления предприятием; определение рыночной стоимости имущества при страховании; переоценка активов предприятия для целей бухгалтерского учета; выкуп акций у акционеров; определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании	Доходный, затратный, сравнительный
Ликвидационная	Частичная или полная ликвидация действующего предприятия	Затратный
Инвестиционная	Определение стоимости и доходности инвестиционного проекта в процессе обоснования бизнес-плана; оценка рыночной ценности инвестиционного проекта; определение эффективного варианта распоряжения собственностью; проверка экономической целесообразности осуществления инвестиций	Доходный
Равновесная	Оценка с учетом условий совершения сделки для каждой из сторон; учет предполагаемых сторонами сделки направлений использования объекта оценки	Доходный, затратный, сравнительный

которые разрушают ранее намеченные планы, и отсюда вытекающая сложность прогнозирования сроков, будущих затрат и денежных поступлений. Очевидно, что повышенный уровень риска инновационного бизнеса связан с тем, что помимо систематических рисков (которые характерны для всей экономики или отрасли в целом) такому бизнесу свойственны несистематические, иными словами, внутренние риски (которые определяются спецификой целевого бизнеса). Типичными несистематическими рисками для инновационно ориентированной компании являются повышенная доля заемного капитала, риски нарушения прав интеллектуальной собственности, риски непродажи целевой продукции.

- Высокая потенциальная доходность инновационного бизнеса. Корреляция между уровнем риска и уровнем доходности является прямой: инновационно ориентированная компания нацелена на ожидание высоких прибылей, однако вероятность их получения отнюдь не стопроцентна. Некоторые авторы особо подчеркивают способность инновационных компаний демонстрировать высокую относительно традиционного сектора доходность в периоды экономического кризиса [13, с 762]
- Интеллектуальная собственность является основой инновационного бизнеса. Результаты интеллектуальной деятельности — источник конкурентоспособности товаров и услуг, производимых и предоставляемых инновационно ориентированными компаниями, они вносят существенный вклад в рыночную стоимость фирмы, воздействуя как на капитализацию (вызывая интерес к акциям компаний, реализующих перспективные исследования и разработки в рамках инновационных проектов), так и на ценность имущественного комплекса (будучи включенной в его состав как ценный нематериальный актив). Поэтому в контексте определения стоимости инновационного бизнеса необходимо проводить оценку интеллектуальной собственности сквозь призму создания, приобретения, учета и использования результатов интеллектуальной деятельности.
- Наличие специальных активов. Специальные активы — это материальные и нематериальные активы, которые применяются в контексте определенной технологии, образуя с ней единый имущественный комплекс, ориентированный на выпуск конкретного инновационного продукта. В силу специализированности таких активов их предложение на рынке сильно ограничено (можно сказать, оно имеет индивидуализированный характер), следствием чего выступает высокая стоимость в момент приобретения, но, в то же время, низкая ликвидность таких активов, что осложняет для владельца дивести́рование из проекта — найти покупателя крайне сложно. Таким образом, факт наличия специальных активов инициирует риск некупаемости вложений. Однако, в случае успешности бизнеса, специальные активы увеличивают стоимость имущественного комплекса, так как

выпуск продукта, генерирующего высокие прибыли, без таких активов не возможен. Стоимость таких активов возможно оценить только в рамках затратного или доходного подходов, поскольку на рынке отсутствуют аналоги.

- Уникальность инновационной компании. Инновационные компании в широком понимании основаны на коммерциализации конкретного результата НИОКР, который сам по себе является уникальным. Отдельным аспектом, который следует принимать во внимание, выступает тип инновации с точки зрения уровня новизны. Для бизнесов, в основе которых лежат инкрементальные инновации, поиск аналога возможен, в то время как радикальные инновации формируют инновационную монополию, не предполагающую наличие конкурентов. Поиск аналогичных компаний на рынке в данном случае сведется к нахождению компаний, чья продукция удовлетворяет схожие потребности, но принципиально иными способами. Логично предположить, что такие дальние субституты могут выпускаться предприятиями, функционирующими совершенно в других отраслях по сравнению с оцениваемым бизнесом. Все указанные аспекты значительно ограничивают, а часто делают в принципе невозможным применение сравнительного подхода. В случае, если оценщик считает целесообразным его применение, делать это необходимо крайне аккуратно и внимательно, тщательно отбирая аналоги и обосновывая выбор наиболее подходящего мультипликатора пересчета стоимости.
- Срок жизни бизнеса. При оценке обычных компаний срок жизни бизнеса не определен, так как согласно ГК РФ предприятие как имущественный комплекс создается бессрочно. Однако инновационно ориентированная компания основана на технологии, после морального старения которой, бизнес будет не способен генерировать прежние денежные потоки. Безусловно, компания в будущем может инвестировать в модификацию и модернизацию продукта, но это потребует дополнительных инвестиций, размер которых в будущем при оценке бизнеса в текущем моменте, предсказать крайне сложно.

Анализ применимости оценочных подходов для определения стоимости инновационно ориентированной компании

Как известно, традиционными способами оценки бизнеса выступают затратный (имущественный), сравнительный (рыночный) и доходный подходы.

Затратный подход основывается на расчете рыночной стоимости всех активов за вычетом стоимости всех обязательств компании. Он позволяет определить стоимость инновационной компании без учета каких-либо будущих выгод в расчете на доходы от продажи компании как имущественного комплекса в настоящем.

Затратный подход имеет два возможных метода расчета — метод накопления активов, на основе кото-

рого определяется рыночная стоимость, и метод ликвидационной стоимости. К основным плюсам данного подхода относится то, что он:

- основан на учете влияния производственно-хозяйственных факторов на стоимость активов;
- учитывает степень износа активов при оценке уровня развития технологии;
- основывается на анализе финансовых и учетных документов, т. е. имеет объективную основу.

Однако, затратный подход оценки стоимости малоприменим к инновационно ориентированным компаниям в силу того, что:

- не учитывает перспективы развития компании и рыночную ситуацию на дату оценки;
- не учитывает возможные риски, которые оказывают огромное значение на стоимость инновационно ориентированных компаний;
- не учитывает основные финансово-экономические показатели деятельности компании;
- существуют ограничения в получении информации о стоимости работ и самого состава работ по воссозданию того или иного актива, входящего в состав имущественного комплекса, в современных условиях.

Следует также отметить, что затратный подход может быть применим и для оценки нематериальных активов, которые зачастую являются бизнесобразующими. Это целесообразно, когда проводится оценка стоимости интеллектуальной собственности и нематериальных активов, созданных самими правообладателями, либо в том случае, если применение сравнительного или доходного подходов невозможно в силу отсутствия необходимой информации.

Оценка стоимости компании сравнительным подходом в большей степени по сравнению с альтернативными подходами учитывает рыночные факторы. Тем не менее, применение данного подхода возможно только при соблюдении нескольких условий. Во-первых, необходимо наличие развитого фондового рынка, так как сравнительный подход направлен на использование

данных о свершившихся сделках или об открытых компаниях-аналогах. Во-вторых, информация должна быть доступна.

Эти два обстоятельства являются наиболее проблемными при проведении оценки инновационно ориентированных компаний, поскольку:

1. Инновационно ориентированные компании часто представлены в форме малых предприятий, и сопоставление таких компаний с публичными некорректно, в силу несопоставимости размеров компаний.
2. На рынке практически невозможно найти компанию аналог в силу специфики самой инновационной деятельности.

Существует три основных метода оценки стоимости компании, которые относятся к сравнительному подходу — это метод компании-аналога (метод рынка капитала), метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

Использование мультипликаторов является одним из простых методов оценки стоимости компании. Тем не менее, существуют правила их использования, так как любой мультипликатор может быть определен аналитиками по-разному.

Первая проблема, с которой могут столкнуться аналитики — различные способы расчета мультипликаторов. Так, например, большинство оценщиков определяют мультипликатор P/E как отношение рыночной цены акции к прибыли на одну акцию. Однако существуют различные методики его расчета [14]. Традиционно в числителе указывается текущая цена, но возможно использование средней цены за последние полгода или год. Также могут различаться значения знаменателя: одни аналитики используют — прибыль на акцию за последний финансовый год (в результате получается текущее значение мультипликатора), другие — прибыль за последние четыре квартала (отслеживающее значение мультипликатора) или ожидаемое значение прибыли на акцию (форвардный P/E). Как следствие, оценщики получают различное значение мультипликатора.

Таблица 2

Специфика использования мультипликаторов в рамках сравнительного подхода

Мультипликатор	Характеристика	Специфика
P/E	Отражает отношение рыночной цены акции к чистой прибыли на акцию компании (или капитализацию компании к чистой прибыли)	Удобство поиска – открытые компании включают данный мультипликатор в отчетность. Чистая прибыль компании легко поддается манипуляциям, что напрямую влияет на мультипликатор. Не применим для компаний с отрицательной прибылью
PEG	Отражает отношение P/E к ожидаемому темпу роста прибыли на акцию	Позволяет учесть ожидания роста прибыли. Не учитывается продолжительность роста прибыли и различные значения риска компаний
EV/S	Отражает отношение стоимости компании к валовой выручке	Выручка меньше подвержена манипуляциям. Возможно использовать при отрицательной прибыли. В основном применимо в стандартизированных отраслях. Затруднительно использовать в инновационном секторе
EV/EBITDA	Отражает отношение стоимости предприятия к прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации	Позволяет проводить сравнение компаний с разным уровнем использования заемного капитала, сравнивать компании с разными амортизационными отчислениями. При росте оборотного капитала мультипликатор переоценивает выгоды инвесторов
P/BV	Отражает отношение рыночной цены акции к текущей балансовой стоимости собственного капитала на одну акцию	Балансовые оценки устойчивы во времени. Однако эти мультипликаторы не применимы для компаний со значительным человеческим капиталом, который практически не отражается в балансовых статьях
P/DIV	Отражает отношение цены акции к величине дивидендов	Предпочтителен для стабильных компаний, регулярно выплачивающих дивиденды

Более того, аналитики используют полученные результаты в зависимости от своих личных склонностей [15]: в период роста прибыли значение форвардного мультипликатора P/E будет ниже, чем отслеживающего, а значение текущего мультипликатора будет максимальным по сравнению с двумя предыдущими. Таким образом, пессимистично настроенный аналитик будет говорить о завышенном значении мультипликатора P/E, используя его текущее значение, а оптимистично настроенный аналитик будет утверждать о низком значении мультипликатора (при использовании форвардного P/E).

При проведении оценки компании сравнительным методом, для каждой фирмы-аналога вычисляется мультипликатор, после чего данные значения сравниваются между собой. На данном этапе возникает третья проблема применения рассматриваемого метода — единообразия. Важно, чтобы выбранные мультипликаторы рассчитывались одинаково, что затруднительно из-за того, что у разных фирм налоговый год начинается и заканчивается в разные месяцы. В результате этих несоответствий цены на акции при расчете форвардного P/E в одном случае будут соотноситься с прибылью одних компаний с июля по июнь, а у других — за период с января по декабрь. Это несоответствие окажет незначительное влияние в случае «зрелых» секторов, так как прибыль в этих компаниях не изменяется резко в течение полугодия. Однако для быстрорастущих секторов это имеет значительное влияние на величину мультипликатора.

Сравнительный подход имеет свои преимущества и недостатки. Можно отметить следующие преимущества данного подхода:

- при наличии достоверной информации о компаниях-аналогах, результаты оценки будут точными и будут иметь объективную рыночную основу;
- подход основан на анализе реального соотношения спроса и предложения на подобные объекты, так как основан на сравнении оцениваемой компании с аналогами, которые были уже куплены или чьи акции находятся в свободном обращении;
- в цене компании отражаются результаты его производственно-хозяйственной деятельности.

Однако у данного подхода есть и существенные ограничения к применению в инновационной сфере:

- Сложность поиска аналогичной компании из-за уникальности инновационно ориентированных фирм. При этом оценщик при формировании отраслевой выборке должен включать в нее компании, характеризующиеся как инновационно активные. В противном случае результаты оценки будут искажены.
- Данный подход направлен на оценку стабильного бизнеса и не позволяет учитывать несистематические риски, присущие инновационно ориентированным компаниям: основой для анализа служит только ретроспективная информация, т. е. перспективы развития компании почти не учитываются.
- Сравнительный подход не может быть использован для оценки малых инновационных предприятий,

во-первых, из-за отсутствия у них ретроспективы, а во-вторых, из-за несопоставимости масштабов бизнеса: велика вероятность того, что компании-аналоги будут иметь сильные различия с оцениваемой компанией, в связи с чем будет необходимо вносить существенные корректировки;

Доходный подход к оценке стоимости инновационного бизнеса позволяет определить текущую стоимость будущих доходов компании. Приобретая инновационную компанию, покупатель во многом платит именно за потенциал фирмы генерировать доходы в будущем. Чаще всего доходный подход соответствует большинству целей оценки инновационного бизнеса, так как позволяет определить инвестиционную, равновесную и рыночную стоимость бизнеса.

При этом доходный подход применительно к инновационным компаниям имеет определенные ограничения. Оценщик может столкнуться со сложностями в поиске и использовании источников информации. Невозможно провести ретроспективный анализ денежных потоков компании в силу того, что инновационно ориентированные компании имеют, как правило, ограниченную историю деятельности. Объектом оценки может выступать компания, созданная под коммерциализацию конкретной технологии. Но даже если инновационно ориентированная компания существует на рынке давно, ее инновационный потенциал постоянно обновляется, соответственно статистика прошлых денежных потоков не всегда релевантна. В этом случае прогнозирование возможно на основе бизнес-плана, однако это подразумевает так же, что оценщик должен быть уверен в эффективности этого бизнес-плана, хорошо знаком с рыночной конъюнктурой.

Стоит отметить ограничения в использовании постпрогнозного периода для планирования денежных потоков. Несмотря на то, что в соответствии с ГК РФ, предприятие не имеет срока функционирования, срок инновационного бизнеса ограничен периодом жизнеспособности технологии — имеет смысл оценивать такой бизнес скорее как проект. Кроме того, инновационному бизнесу характерны нестабильные денежные потоки, что также затрудняет переход к постпрогнозу.

Наконец, существуют ограничения в использовании методов выставления ставок дисконтирования, так как инновационная деятельность характеризуется большей долей несистематических рисков.

Преимуществами доходного подхода являются то, что он:

- учитывает потенциал компании генерировать доходы в будущем;
- учитывает временной фактор;
- учитывает риски, связанные как с отраслью, так и с самим предприятием;
- учитывает возможное устаревание оборудования;
- отражает влияние на стоимость бизнеса принимаемых управленческих решений;
- учитывает эффективность комбинированных инвестиций.

При этом данный подход, несмотря на то, что он в наибольшей степени подходит для оценки инновационно ориентированных компаний, имеет ряд ограничений:

- сложность прогнозирования будущего денежного потока из-за недостаточной устойчивости экономической ситуации, в связи с чем вероятность неточности прогноза увеличивается пропорционально долгосрочности прогнозного периода;
- сложность расчета ставок капитализации и дисконтирования;
- в процессе прогнозирования денежных потоков или ставок дисконтирования устанавливаются различные предположения и ограничения, носящие условный характер;
- влияние факторов риска на прогнозируемый доход.

На основании проведенного анализа определим то, насколько оценочные подходы, предусмотренные ФСО, позволяют учесть выявленные специфические черты инновационного бизнеса (табл. 3).

На основе рассмотренных традиционных подходов к оценке стоимости бизнеса можно идентифицировать следующие факторы стоимости бизнеса:

- денежный поток, а также влияющие на него факторы — прибыль, себестоимость, цена товаров, скорость оборота и т. д.;
- рыночная стоимость материальных и нематериальных активов компании;
- показатели ликвидности и платежеспособности;
- капитализация компании, доход на акцию, коэффициент «цена/прибыль»;
- объем инвестиций, рентабельность инвестируемого капитала;
- структура капитала, стоимость заемного капитала, кредитная ставка, график погашения кредитов и т. д.

В целях увеличения стоимости компании важно не только определять ключевые факторы стоимости, но и осуществлять оперативное управление ими. Это позволяет сделать современные подходы к оценке стоимости бизнеса, которые направлены на обоснование принятия стратегических решений, позволяющих

максимизировать стоимость компании за счет управления ключевыми факторами стоимости.

Модель Стюарта-Штерна — EVA — торговая марка консалтинговой компании Stern Stewart & Co, представляет собой показатель экономической прибыли компании после уплаты всех налогов, уменьшенной на величину платы за весь инвестированный в предприятие капитал, и, по словам Б. Стюарта [16] показывает истинную прибыль компании.

Логика показателя EVA заключается в том, что предприятию недостаточно просто иметь положительный финансовый результат или доходность на одну акцию. Необходимо обеспечивать покрытие не только явных расходов (традиционное формирование прибыли), но и не явных, таких как альтернативные расходы на капитал [17].

Базовая формула определения стоимости бизнеса на основе EVA выглядит следующим образом [18]:

$$ИК = \sum Акт + PV(EVA),$$

где ИК — стоимость инвестированного капитала, $\sum Акт$ — рыночная стоимость активов компании, $PV(EVA)$ текущая стоимость экономической добавленной стоимости.

В теории и практике оценки стоимости бизнеса существует два основных способа расчета показателя EVA [18]:

$$1) \quad EVA = \frac{NOPLAT - \sum Акт WACC_{тек}}{WACC_{долг}},$$

где NOPLAT — среднегодовая операционная прибыль оцениваемого предприятия за вычетом скорректированных налогов; $\sum Акт$ — рыночная стоимость всех активов бизнеса на момент оценки; $WACC_{тек}$ — текущая средневзвешенная стоимость капитала с учетом его структуры и доходности на момент оценки; $WACC_{долг}$ — средневзвешенная стоимость капитала в долгосрочной перспективе.

Данный способ используется в случае, если дополнительные инвестиции в оцениваемый бизнес производиться не будут. В случае, если оцениваемый бизнес планируется к расширению или развитию, т. е. подразумевается, что будут осуществлены допол-

Таблица 3

Особенности применения оценочных подходов к оценке стоимости инновационных компаний

Специфическая черта инновационного бизнеса	Особенности применения оценочных подходов, предусмотренных ФСО
Повышенный уровень риска	Сравнительный подход подразумевает учет систематических рисков, однако оценка как систематических, так и несистематических рисков возможна только в рамках доходного подхода
Высокая потенциальная доходность	Затратный подход не позволяет учитывать возможные будущие выгоды от деятельности инновационных компаний
Основа бизнеса — интеллектуальная собственность	Данные активы являются ключевым источником дохода инновационно ориентированной компании, поэтому необходимо проводить их детальную оценку в рамках затратного подхода к определению стоимости бизнеса. При этом стоимость самих РИД лучше считать с применением доходного подхода, позволяющего учесть их коммерческий потенциал
Наличие специальных активов	Стоимость подобных активов возможно оценить только в рамках затратного подхода, поскольку на рынке отсутствуют аналогичные активы
Уникальность инновационной компании	Данная черта выражается, в первую очередь, в отсутствии аналогичных компаний на рынке, и, как следствие применение сравнительного метода оценки невозможно
Срок жизни бизнеса	Ограничен сроком морального старения технологии, что необходимо учитывать при выборе метода оценки в рамках доходного подхода

нительные инвестиции, используется второй способ [18]:

$$2) \quad EVA = \frac{I_{\text{план}} \left(\frac{NOPLAT}{I_{\text{план}}} - WACC_{\text{план}} \right)}{WACC_{\text{долг}}},$$

где $I_{\text{план}}$ — планируемые инвестиции в развитие бизнеса, которые могут направляться на реализацию инновационного проекта, организацию новой бизнес-линии и др.; $WACC_{\text{план}}$ — средневзвешенная стоимость капитала, рассчитанная исходя из структуры и стоимости капитала, привлекаемого для финансирования планируемых инвестиций.

В случае если производится оценка инновационно ориентированной компании, то в расчетах необходимо также учитывать радикальный характер ее инвестиций и, как правило, наличие бесприбыльных периодов на начальном этапе существования компании:

$$EVA = \frac{I_{\text{план}} (ROIC - WACC_{\text{план}})}{WACC_{\text{долг}}} - \sum_{t=1}^T \frac{I_{\text{план}_t}}{(1+i)^t},$$

где

$$\sum_{t=1}^T \frac{I_{\text{план}_t}}{(1+i)^t}$$

является приведенной на момент оценки величиной планируемых инвестиций с учетом времени их осуществления.

Кроме того, еще одной важной характеристикой инновационно ориентированной компании является высокая доля заемного капитала в структуре капитала компании, в связи с чем целесообразной представляется оценка стоимости не всего инвестированного капитала, а величины собственного капитала, для перехода к которой из полученной расчетной величины необходимо вычесть заемные средства.

Преимуществом метода EVA является возможность измерения «избыточной» стоимости, созданной инвестициями. Кроме того, с помощью него можно проследить затраты на капитал. Отличительной особенностью метода EVA является возможность его применения как для оценки стоимости компании в целом, так и для отдельных направлений бизнеса, структурных бизнес-подразделений, инвестиционных проектов. Также, показатель EVA позволяет оценить не только конечный результат деятельности компании, но и процесс его достижения.

Стоит также обратить внимание на то, что модель EVA имеет широкие возможности применения [19] при оценке и управлении стоимостью результатов интеллектуальной деятельности, которые, как отмечалось ранее, часто выступают основой инновационного бизнеса.

Тем не менее, у метода существует ряд недостатков. Во-первых, принципы и методики финансового учета, применяемые в компании, могут исказить EVA. На сегодняшний день существует около 150 корректировок бухгалтерских величин, необходимых для уточнения расчета, среди которых: отдельный учет резервов по «плохим» долгам, учет отложенных налогов, «социальный» имидж компании и другие. В связи с чем расчет представляется затруднительным. Во-вторых, на значение показателя оказывает влияние первоначальная оценка инвестированного капитала: заниженное значение оценки создает высокую добавленную стоимость, а завышенное — низкую.

Практическое использование EVA обнаружило некоторые недостатки — модель, например, не отображает приведенную стоимость и прогнозы будущих денежных потоков, что может привести к завышению или занижению величины стоимости компании. В качестве «ответа к обнаруженным проблемам и альтернативы подходу EVA» в 1996 г. финансовые консультанты Boston Consulting Group (BCG) Е. Оттосон и Ф. Вейссенриедер [20] предложили показатель CVA — денежная добавленная стоимость (Cash value added, CVA).

Суть данного метода состоит в разности между чистым денежным потоком компании и затратами равными стоимости иностранного капитала. Способ расчета данного показателя совпадает с расчетом по методу EVA. Единственным различием будет замена скорректированной операционной прибыли на денежный поток от операционной прибыли.

Однако, при использовании подхода CVA может возникнуть сложность в необходимости использования специфических корректировок, если ожидаемые денежные доходы поступают неравномерно.

Метод акционерной добавленной стоимости (Shareholders Value Added) является разработкой Альфреда Рапппорта и определяется как фактическое приращение акционерного капитала. SVA рассчитывается как капитализованное изменение текущей стоимости операционного денежного потока,

Таблица 4

Факторы стоимости компании и способы управления ими

Инвестиции	Детальное планирование финансирования, включая анализ источников и определение объема денежных поступлений; управление продолжительностью бесприбыльного периода; осуществление поэтапного финансирования
Структура заемного капитала	Анализ целесообразности привлечения заемных средств; ориентация при выборе источников финансирования на минимизацию стоимости капитала; учет стоимости привлекаемых займов; пролонгирование льготного периода кредитования для переноса выплат по кредиту на более поздние периоды
Средневзвешенная стоимость капитала	Оптимизация структуры капитала; учет влияния увеличения доли заемного капитала на изменение уровня рисков компании
Рыночная стоимость активов компании	Мероприятия, направленные на увеличение стоимости имеющихся активов, такие как оформление прав на патентоспособное изобретение и включение их в состав НМА; ликвидация непрофильных активов
Денежный поток	Снижение себестоимости продукции; минимизация издержек; снижение эффективной налоговой ставки
Инвестиции в НИОКР	Поиск перспективных направлений исследований и разработок; мониторинг рынка интеллектуальной собственности

скорректированное на текущую стоимость инвестиций в основной и оборотный капитал.

Основное отличие SVA заключается в том, что в модели вычитывается стоимость инвестиций и не учитывается доходность, покрывающая стоимость инвестированного капитала. Метод SVA также позволяет оценить эффективность совершенных инвестиций, учитывая неравномерное распределение суммы добавленной стоимости по годам.

Использование методов, основанных на экономической добавленной стоимости, при анализе инновационно ориентированных компаний, позволяет, во-первых, обосновать экономическую целесообразность инвестиций в инновации, а, во-вторых, идентифицировать факторы стоимости и осуществлять управление ими. Некоторые управленческие мероприятия, нацеленные на оптимизацию факторов стоимости, заложенных в основу рассмотренных современных моделей добавленной стоимости, отражены в табл. 4.

Уточнение методологии оценки бизнеса для определения стоимости инновационно ориентированной компании

Можно резюмировать, что инновационно ориентированные компании являются особенными объектами оценки, существенно отличающимися от традиционных компаний. Основное назначение таких компаний — вывод на рынок продуктов/услуг, созданных с использованием технологических нематериальных активов. В связи с этим методология оценки данных компаний нуждается в уточнении.

Доходный подход. При оценке стоимости инновационно ориентированной компании является центральным, поскольку позволяет учитывать как систематические, так и несистематические риски, присущие таким компаниям, а так же детально анализировать прогнозную доходность от объекта. Данные преимущества позволяют получить достоверную оценку стоимости инновационно ориентированной компании на всех этапах ее жизненного цикла.

Выбор метода оценки. При оценке инновационно ориентированных предприятий предпочтение должно отдаваться методу дисконтированных денежных потоков. Методы капитализации предполагают незначительное расхождение величин будущих и текущих денежных потоков, а также стабильное развитие бизнеса с неограниченным сроком. Неустойчивость доходов инновационно ориентированных компаний делает практически невозможным применение метода капитализации.

Метод дисконтирования денежных потоков позволяет учесть риски, инфляцию и другие факторы, а так же детально анализировать прогнозную доходность от объекта, в связи с чем он является наиболее применимым. Кроме того, инновационно ориентированные компании напрямую зависят от технологий, заложенных в основу бизнеса. У данных технологий, в свою очередь, есть срок морального износа.

Выбор модели денежного потока. В расчетах лучше использовать модель полных денежных потоков (де-

нежных потоков для собственного капитала), которая позволяет детально проанализировать способ финансирования инновационного бизнеса, так как учитывает движение денежных средств в связи с привлечением, погашением и обслуживанием заемного капитала. Оценка на основе денежных потоков для всего инвестированного капитала отражает ситуацию в контексте текущей стоимости будущих денежных потоков для всех стейкхолдеров. При этом, несмотря на положительное значение данной величины, собственники могут столкнуться с тем, что по факту после возвращения заемных средств им ничего не осталось. Кроме того, модель полных денежных потоков позволяет наглядно видеть ситуацию развития бизнеса по годам. Например, если в контексте расчетов в определенном году фигурирует отрицательный полный денежный поток, это означает, что в этом году с большой вероятностью бизнес нуждается в поиске дополнительного капитала, так как компании не хватит средств на обслуживание обязательств по долгу.

Учет рисков инновационного бизнеса. При оценке инновационно ориентированных компаний особое внимание следует уделять учету несистематических рисков, присущих инновационному бизнесу. К таким рискам, в частности, могут относиться научно-технические риски, риски неправильного прогноза спроса на новые для целевого рынка продукты, риск перерасхода средств на новые осваиваемые продукты. Учесть такие риски при осуществлении расчетов стандартными методами в рамках доходного подхода практически невозможно, в связи с чем необходимо внесение некоторых корректировок.

Во-первых, в случае оценки инновационно ориентированных компаний целесообразно провести анализ несистематических рисков методом сценариев. В качестве источника информации бизнес-план, содержащий, в том числе, и альтернативный сетевой график проекта. Такой график отражает различные сценарии развития промежуточных событий от исходного состояния до планируемого конечного события.

Отражаемым в графике вариантам событий присваивается показатель вероятности, который в дальнейшем используется для оценки суммарной вероятности реализации того или иного сценария проявления несистематических рисков. Далее производится перерасчет ожидаемых денежных потоков для каждого сценария с учетом несистематических рисков, с последующим взвешиванием на суммарную вероятность каждого из сценариев бизнес-плана инновационно ориентированной компании:

$$CF = \frac{\sum_{j=1}^m CF_{ij} p_j}{\sum_{j=1}^m p_j},$$

где $j=1, \dots, m$ — условные номера сценариев, m — число сценариев; CF_{ij} — ожидаемые денежные потоки инновационно ориентированной компании в будущие периоды t согласно сценарию j ; p_j — суммарная расчетная вероятность сценария j .

При применении данного метода необходимо детально проанализировать нематериальные активы оцениваемой компании по критериям научной обоснованности, патентоспособности и патентной чистоты, технической реализуемости разработки и т. д. В некоторых случаях потребуется произвести дополнительный учет в сценариях бизнес-плана возникновения дополнительных затрат, направленных на защиту результатов интеллектуальной деятельности, сокращение планируемого масштаба коммерциализации объекта интеллектуальной собственности, уменьшение планового объема продаж инновационной продукции и т. д.

Во-вторых, дисконтирование скорректированных денежных потоков целесообразно осуществлять по ставке, учитывающей только систематические риски. Повысить точность оценки позволяет метод CAPM. Применяемый в данной модели коэффициент бета следует рассчитывать по отраслевой выборке компаний, которая включает в себя только инновационно активные компании, т. е. генерирующие доходы от осуществления НИОКР и коммерциализации результатов интеллектуальной деятельности.

Как было отмечено ранее, инновационно ориентированные компании отличаются более высокой волатильностью операционной прибыли по сравнению с традиционными компаниями, в связи с чем при расчете β -коэффициента необходимо оценивать и операционный рычаг. Более высокое значение операционного рычага предполагает более высокий β -коэффициент как компенсацию за дополнительный риск, генерируемый структурой операционных расходов.

Еще одной известной особенностью рассматриваемых компаний является большая доля заемного капитала. Данный риск, безусловно, относится к категории несистематических. Поэтому в расчетах целесообразно опираться на значение безрычагового коэффициента бета по отрасли, который учитывает только отраслевой риск, но свободен от влияния структуры капитала предприятий, вошедших в выборку, а затем определять значение рычагового коэффициента бета, применяя финансовый рычаг компании, выступающей объектом оценки. Таким образом получится оценить дополнительные риски, которые несет на себе инвестор от вложения в инновационный бизнес.

Сравнительный подход. Применение данного подхода для оценки инновационно ориентированных компаний является корректным только на стадии стабилизации бизнеса. Сравнительный подход не позволяет учитывать несистематические риски, присущие инновационно ориентированным компаниям особенно на начальных стадиях жизненного цикла.

Отбор компаний-аналогов. Главным условием применения сравнительного подхода является наличие информации о компаниях-аналогах, поиск которых в силу уникальности инновационно ориентированных компаний затруднен. При формировании выборки аналогичных компаний необходимо включать в них только инновационно ориентированные (ключевые показатели, характеризующие инновационную активность были определены в первой части данной работы),

отслеживая, чтобы базовые активы таких компаний были схожи с активами оцениваемого бизнеса.

Выбор ценового мультипликатора. В случае оценки инновационно ориентированных компаний при выборе мультипликатора следует также учитывать их особенности:

- часто повышенную долю заемного капитала,
- возможно более низкие в сравнении с отраслевыми аналогами налоговые ставки и прочие налоговые льготы, предусмотренные государством для организаций, реализующих инновационные проекты;
- вероятно разные условия привлечения заемного капитала (ЗК) у объекта оценки и аналогов.

В этом случае логичным является использование в расчетах мультипликатора, основывающегося на показателе прибыли до уплаты процентов по кредиту и налогов (ЕВИТ), а также нивелирование влияния на мультипликатор структуры капитала. Таким образом, расчет стоимости примет вид:

$$C_{\text{бизнеса}} = \left\{ \frac{\text{Цена} + \text{ЗК}}{\text{ЕВИТ}} \right\}_{\text{аналога}} \cdot \text{ЕВИТ}_{\text{оц. комп.}}$$

Затратный подход. Применение затратного подхода оправдано в случае оценки стоимости интеллектуальной собственности и нематериальных активов, созданных самими правообладателями, а применение сравнительного или доходного подходов невозможно в силу отсутствия необходимой информации.

В этом случае можно выделить условия, при которых для оценки НМА может применяться затратный подход:

- НМА может быть воссоздан (как если бы отсутствовали правовые и технологические ограничения);
- затраты на воссоздание (или исторические затраты на создание) могут быть определены с достаточной точностью (когда нет сомнений в эффективности проделанной работы или наоборот, разработчик не пользовался какими-то прошлыми, не учтенными в затратах разработками);
- можно достоверно определить все виды износа и обесценения, связанного с данным НМА.

Поскольку при оценке базовых для инновационно ориентированной компании активов — нематериальных активов важно учитывать потенциал от их коммерческого использования, необходимо внесение корректировок.

Во-первых, необходимо провести подробный анализ работ по воссозданию оцениваемых объектов и определить, какие из них действительно необходимо осуществить (например, заново разрабатываемые компаний материалы и компоненты уже освоены другими компаниями, у которых их можно приобрести без проведения НИОКР).

Во-вторых, целесообразным будет исследование рынка НМА на предмет появления новых прав и сторонних правообладателей, которые могли бы блокировать разработку оцениваемого актива и включить затраты на разблокирование этих прав.

Таким образом, стоимость НМА будет включать в себя гипотетические затраты по состоянию на теку-

щий момент разработки оставшихся оригинальными элементами объекта, стоимость в сегодняшних ценах приобретения промышленно освоенных материалов и компонентов (элементов объекта) и гипотетические затраты по покупке прав на блокирующие изобретения, сделанные за последнее время. Полученная величина должна быть скорректирована, кроме того, с учетом всех форм устаревания.

При проведении оценки НМА следует учитывать, что между величиной индивидуальных затрат на проведение НИОКР и прибылью от коммерческого использования их результатов не всегда есть прямая зависимость. В этом смысле, доходный подход к оценке стоимости НМА является более надежным.

Определение рыночной стоимости НМА с использованием доходного подхода осуществляется путем дисконтирования или капитализации доходов от их использования.

Осуществление капитализации обосновано в том случае, если оценивается весь комплекс НМА и предполагается, что оцениваемая совокупность НМА будет использоваться на протяжении всего срока существования фирмы.

Современные методы оценки стоимости компаний. Данные методы являются наиболее подходящими в целях принятия стратегических решений в зрелых инновационных компаниях. Метод EVA позволяет не только оценить стоимость компании. Величины NOP_{PLAN}, I_{ПЛАН}, ROIC, WACC_{ПЛ} являются показателями, присущими конкретному бизнес-плану инновационной компании. Эти показатели (факторы стоимости), и, в конечном итоге — стоимость всей компании — зависят от продуманности бизнес плана с точки зрения объема и источников финансирования. Как следствие, управление этими показателями позволяет выбрать такой способ финансирования, при котором стоимость компании будет максимальной.

Заключение

Таким образом, выбор подхода к оценке стоимости инновационно ориентированных компаний должен осуществляться с учетом специфики такого бизнеса, а также этапа жизненного цикла компании.

Во-первых, наиболее применимым к оценке инновационных компаний на любом этапе ее жизненного цикла является доходный подход, позволяющий оценить будущие денежные потоки. Однако, данный метод нуждается в корректировках:

- 1) использование метода дисконтирования денежных потоков;
- 2) учет несистематических рисков в денежном потоке с помощью метода сценариев, а систематических — в ставке дисконтирования;
- 3) при использовании метода CAPM для выставления ставки дисконтирования необходимо осуществлять расчет β -коэффициента по выборке, включающей инновационно активные компании, а также учитывать финансовый и операционный рычаги.

Во-вторых, корректное применение сравнительного подхода возможно только на стадии стабилизации бизнеса. При этом, при расчете мультипликатора целесообразно использовать показатель прибыль до вычета процентных и налоговых платежей (ЕБИТ). Затратный же подход является малоприменимым, однако его использование возможно при оценке нематериальных активов компании (без учета будущих прибылей).

В-третьих, при принятии стратегических решений лучше всего использовать современные методы оценки, основанные на экономической добавленной стоимости, поскольку они позволяют не только оценить стоимость компании, но и выявить факторы стоимости компании и осуществлять оперативное управление ими.

Список использованных источников

1. OECD. Oslo Manuals. Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data, 3rd edition. OECD, Paris. P. 46. <http://www.oecd.org/sti/inn/oslomanualguidelinesforcollectingandinterpretinginnovationdata3rdedition.htm>.
2. OECD: Frascati Manual. <http://www.oecd.org/sti/inn/frascaticmanualproposedstandardpracticeforsurveysonresearchandexperimentaldevelopment6thedition.htm>.
3. Федеральный закон № 127-ФЗ от 23.08.1996 г. (в ред. от 24.07.2023 г.) «О науке и государственной научно-технической политике».
4. Ф. П. Боер. Оценка стоимости технологий: проблемы бизнеса и финансов в мире исследований и разработок. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007.
5. Руководство Осло: Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям. <http://old.mon.gov.ru/files/materials/7766/ruk.oslo.pdf>.
6. В. И. Винокуров. Основные термины и определения в сфере инноваций//Инновации. 2005. № 4.
7. Е. А. Спиридонова. Управление инновациями: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. 1-е изд. М.: Юрайт, 2020.
8. С. В. Валдайцев, Н. Н. Молчанов, К. Пецольт. Малое инновационное предпринимательство: учеб. пособие. М., 2015.
9. Ш. Пратт. Руководство по оценке стоимости. М.: Квинто-консалтинг, 2000.
10. А. Дамодаран. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
11. З. Боди. Финансы. М.: «Вильямс», 2007.
12. Приказ Минэкономразвития России от 01.06.2015 г. № 326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки "Оценка бизнеса (ФСО № 8)". <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=180654&fld=134&dst=100008,0&rnd=0.7442918396052249#0>.
13. Е. А. Спиридонова, Е. И. Михеева, Н. Н. Пономарева, М. А. Сухарева. Сравнительный анализ привлекательности инвестирования в инновационные и неинновационные компании//Экономика и предпринимательство. 2020. № 9 (122) С. 755 -762.
14. A. Alford. The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. <http://www.jstor.org/stable/2491093>.
15. S. Bhojraj. Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the selection of Comparable Firms. <http://www.jstor.org/stable/3542390>.
16. G. B. Stewart. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers//Harper Business NY, 1991.
17. S. Lee, W. G. Kim. EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?//International Journal of Hospitality Management. 2009. № 28. P. 439-445.
18. Е. А. Спиридонова. Оценка и управление стоимостью компании. учебник и практикум. Серия 76 «Высшее образование». М.: Юрайт, 2023.
19. А. А. Носов, Е. А. Спиридонова. Применение современных методов оценки бизнеса при оценке и управлении стоимостью результатов интеллектуальной деятельности//Экономика и предпринимательство. 2021. № 12 (137). С. 1042-1047.
20. E. Ottosson, F. Weissenrieder. CVA, Cash Value Added — a new method for measuring financial performance//Gothenburg Studies in Financial Economics. № 1. 1996.

References

1. OECD. Oslo Manuals. Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data, 3rd edition. OECD, Paris. P. 46. <http://www.oecd.org/sti/inn/oslomanualguidelinesforcollectingandinterpretinginnovationdata3rdedition.htm>.
2. OECD: Frascati Manual. <http://www.oecd.org/sti/inn/frascaticmanualproposedstandardpracticeforsurveysonresearchandexperimentaldevelopment6thedition.htm>.

3. Federal Law № 127 from 23.08.1996 (ed. 24.07.2023) «About science and state scientific and technical polity.
4. F. P. Boer. Technologies Valuation: Problems of business and finances in the sphere of research and development. M.: Olimp-Business, 2007.
5. Oslo Manul: Guidelines for Collecting, Reporting and Using Data on Innovation. <http://old.mon.gov.ru/files/materials/7766/ruk.oslo.pdf>.
6. V. I. Vinokurov. Main terms and definitions in the sphere of innovations//Innovations. 2005. № 4.
7. E. A. Spiridonova. Innovation Management. 1st ed. M.: Urait, 2020.
8. S. V. Valdaitsev, N. N. Molchanov, K. Pezoldt. Small innovative entrepreneurship. M., 2015.
9. Sh. Pratt. Manual on Business Valuation. M.: Kvinto-Consulting, 2000.
10. A. Damodaran. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets. M.: Alpina Business Books, 2008.
11. Z. Bodi. Finances. M: «Wiliams», 2007.
12. Order of the Ministry of Economic Development of Russia dated June 1, 2015 № 326 «On approval of the Federal Valuation Standard "Business Valuation (FSO № 8)"». <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=180654&fld=134&dst=100008,0&rnd=0.7442918396052249#0>.
13. E. A. Spiridonova, E. I. Mikheeva N. N. Ponomareva, M. A. Sukhareva. Comparative analysis of attractiveness of investing in innovative and non-innovative companies//Economy and Enetrpreneurship. 2020. № 9 (122). P. 755-762.
14. A. Alford. The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. <http://www.jstor.org/stable/2491093>.
15. S. Bhojraj. Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the selection of Comparable Firms. <http://www.jstor.org/stable/3542390>.
16. G. B. Stewart. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers//Harper Business NY, 1991.
17. S. Lee, W. G. Kim. EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?//International Journal of Hospitality Management. 2009. № 28. P. 439-445.
18. E. A. Spiridonova. Business Valuation and Valus-based Management. Series 76 «High Education». M.: Urait, 2023.
19. A. A. Nosov, E. A. Spiridonova. Application of modern valuation methods for intellectual property estimation and management//Economy and entrepreneurship. 2021. № 12 (137). P. 1042-1047.
20. E. Ottosson, F. Weissenrieder. CVA, Cash Value Added — a new method for measuring financial performance//Gothenburg Studies in Financial Economics. № 1. 1996.